

## 扣非净利润增长加速, 分销业务增长趋势良好

### 投资要点

- **事件:** 公司2016年实现营业收入1208亿元(+14.5%)、归母净利润32亿元(+11.1%)、扣非后归母净利润29.3亿元(+15.6%)。
- **分销业务增长趋势良好, 零售、工业稳健增长。** 1) 公司医药分销业务实现销售收入1086亿元(+15.90%), 我们认为存量业务的增长是主要驱动。2) 公司医药零售业务实现销售收入51.53亿元, 同比增长7.47%, 增速放缓的原因系新开药店数量放缓, 未来有望受益于处方外流。3) 医药工业销售收入124.16亿元(+5.01%), 毛利率51.57%(+1.85pp), 其中60个重点品种销售收入69.2亿元(+3.67%), 其占工业比重55.73%, 毛利率68.69%(+1.15pp), 盈利能力提升较为显著。4) 公司2016年4季度单季扣非后归母净利润增速达35%, 主要系单季度销售费用率同比下降0.57pp所致。
- **借“两票制”东风, 分销业务均迎来发展契机。** “两票制”实施后, 公司分销将迎来内生和外延式共同增长。外延方面, 公司是为数不多的、对大标的有并购能力的公司, 2016年已并购云南上药、科园信海黑龙江、江西饶医、上药镇江、科园信海河北等公司, 销售网络覆盖省市从18个扩大到20个; 内生方面, 公司前期已进行了良好的业务布局, 目前覆盖的医疗机构为25139家(+19.8%), 其中医院24553家(+19%), 医院中三级医院1332家(+4.7%), 疾病预防控制中心(CDC) 586家(+72%)。预计未来3年公司分销板块增速为约18%。
- **工业领域的产品策略与研发、零售领域的DTP药房酝酿长期增长点。** 1) 除了新品种研发及二次研发外, 公司全面推进仿制药质量与疗效一致性评价工作, 首批立项70个产品已确定将15家高校和研发公司作为技术服务供应商, 建立了上海医药参比制剂采购商库, 并与上海市十家三甲医院签订了药物临床试验战略合作框架协议。有望作为先行者率先享受一致性评价带来的行业洗牌效应。2) 零售领域将受益处方外流, 目前公司与医疗机构合办药房40家。上药云健康积极扩张对接医疗机构, 截至2016年底新增电子处方21.7万张(+600%); 全国范围内新增对接医院达30家(+1400%)。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为1.36元、1.56元、1.79元, 对应PE分别为17倍、14倍、13倍, 公司各业务均是细分行业翘楚, 龙头优势突出, 在行业变革中强者恒强, 布局的大健康等业务酝酿新增长点, 且存国企改革预期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** “两票制”、“医药分家”政策出台及推进或不及预期; 工业业务产品降价风险。

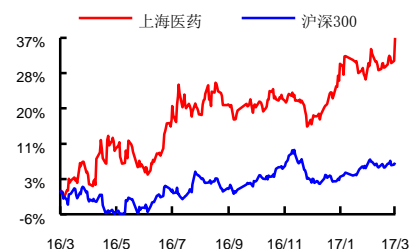
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	120764.66	140633.15	164560.57	192841.74
增长率	14.45%	16.45%	17.01%	17.19%
归属母公司净利润(百万元)	3196.39	3651.38	4204.35	4813.51
增长率	11.10%	14.23%	15.14%	14.49%
每股收益EPS(元)	1.19	1.36	1.56	1.79
净资产收益率ROE	10.40%	10.62%	10.90%	11.09%
PE	19	17	14	13
PB	1.65	1.48	1.32	1.17

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	26.89
流通A股(亿股)	19.23
52周内股价区间(元)	16.49-22.64
总市值(亿元)	608.77
总资产(亿元)	827.43
每股净资产(元)	11.76

### 相关研究

1. 上海医药(601607): 被低估的医药商业+工业龙头 (2017-02-13)
2. 上海医药(601607): 业绩稳健增长, 分销板块成长加速 (2016-11-03)
3. 上海医药(601607): 商业板块增速加快, 未来将受益行业整合 (2016-08-26)
4. 上海医药(601607): 在行业变革中强者恒强的医药工业龙头 (2016-07-18)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12076.66	140633.15	164560.57	192841.74	净利润	3829.71	4374.85	5037.38	5767.24
营业成本	106530.89	124580.20	146133.63	171600.64	折旧与摊销	824.04	363.81	424.17	469.87
营业税金及附加	336.86	371.46	438.89	516.60	财务费用	586.74	531.86	552.86	603.01
销售费用	6067.50	6989.47	7898.91	9063.56	资产减值损失	446.34	200.00	200.00	200.00
管理费用	3567.95	4120.55	4805.17	5553.84	经营营运资本变动	-213.27	-2993.90	-3230.32	-3942.48
财务费用	586.74	531.86	552.86	603.01	其他	-3526.89	-158.95	-1487.65	-1467.68
资产减值损失	446.34	200.00	200.00	200.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1946.67</b>	<b>2317.67</b>	<b>1496.45</b>	<b>1629.96</b>
投资收益	978.79	1076.67	1184.34	1302.77	资本支出	-2208.18	-830.00	-830.00	-830.00
公允价值变动损益	-0.08	-0.08	-0.08	-0.08	其他	-681.37	1076.59	1184.26	1302.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2889.54</b>	<b>246.59</b>	<b>354.26</b>	<b>472.70</b>
<b>营业利润</b>	<b>4207.10</b>	<b>4916.20</b>	<b>5715.37</b>	<b>6606.79</b>	短期借款	-761.46	104.22	1094.90	1328.47
其他非经营损益	431.90	466.06	457.87	456.27	长期借款	744.28	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4639.00</b>	<b>5382.26</b>	<b>6173.24</b>	<b>7063.06</b>	股权融资	-588.12	0.00	0.00	0.00
所得税	809.28	1007.42	1135.86	1295.82	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3829.71	4374.85	5037.38	5767.24	其他	1252.70	-571.99	-552.86	-603.01
少数股东损益	633.32	723.47	833.03	953.73	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>647.40</b>	<b>-467.77</b>	<b>542.03</b>	<b>725.46</b>
归属母公司股东净利润	3196.39	3651.38	4204.35	4813.51	<b>现金流量净额</b>	<b>-298.11</b>	<b>2096.49</b>	<b>2392.74</b>	<b>2828.12</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	11966.82	14063.32	16456.06	19284.17	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	30976.97	36444.38	42680.82	49969.31	销售收入增长率	14.45%	16.45%	17.01%	17.19%
存货	16415.76	19016.13	22360.70	26303.50	营业利润增长率	14.12%	16.85%	16.26%	15.60%
其他流动资产	907.34	1055.95	1234.92	1446.46	净利润增长率	13.83%	14.23%	15.14%	14.49%
长期股权投资	4227.21	4227.21	4227.21	4227.21	EBITDA 增长率	12.42%	3.45%	15.15%	14.75%
投资性房地产	328.97	328.97	328.97	328.97	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6561.09	7105.76	7590.07	8028.69	毛利率	11.79%	11.41%	11.20%	11.01%
无形资产和开发支出	8615.10	8560.08	8505.06	8450.05	三费率	8.46%	8.28%	8.06%	7.89%
其他非流动资产	2743.46	2719.99	2696.52	2673.06	净利率	3.17%	3.11%	3.06%	2.99%
<b>资产总计</b>	<b>82742.72</b>	<b>93521.78</b>	<b>106080.34</b>	<b>120711.41</b>	ROE	10.40%	10.62%	10.90%	11.09%
短期借款	9627.80	9732.02	10826.92	12155.39	ROA	4.63%	4.68%	4.75%	4.78%
应付和预收款项	28002.38	33755.58	39480.96	46188.17	ROIC	9.97%	9.94%	10.27%	10.43%
长期借款	837.69	837.69	837.69	837.69	EBITDA/销售收入	4.65%	4.13%	4.07%	3.98%
其他负债	7440.38	8008.39	8709.27	9537.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>45908.25</b>	<b>52333.67</b>	<b>59854.84</b>	<b>68718.68</b>	总资产周转率	1.54	1.60	1.65	1.70
股本	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91	固定资产周转率	23.67	23.98	24.13	26.01
资本公积	13558.19	13558.19	13558.19	13558.19	应收账款周转率	4.61	4.72	4.69	4.70
留存收益	15354.26	19005.64	23209.99	28023.50	存货周转率	6.68	7.00	7.01	7.01
归属母公司股东权益	31622.55	35252.73	39457.09	44270.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.53%	—	—	—
少数股东权益	5211.91	5935.38	6768.41	7722.13	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>36834.47</b>	<b>41188.11</b>	<b>46225.50</b>	<b>51992.73</b>	资产负债率	55.48%	55.96%	56.42%	56.93%
负债和股东权益合计	82742.72	93521.78	106080.34	120711.41	带息债务/总负债	27.15%	24.02%	22.83%	21.82%
					流动比率	1.47	1.48	1.50	1.52
					速动比率	1.07	1.08	1.10	1.11
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.19	1.36	1.56	1.79
					每股净资产	13.70	15.32	17.19	19.34
					每股经营现金	0.72	0.86	0.56	0.61
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	5617.88	5811.88	6692.40	7679.67					
PE	19.05	16.67	14.48	12.65					
PB	1.65	1.48	1.32	1.17					
PS	0.50	0.43	0.37	0.32					
EV/EBITDA	10.31	9.62	8.16	6.91					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn